

1. 問題意識

▷この報告は、以下の問題意識を下に研究しました。

- ①日本の左翼には「経済政策」がない。⇒外交政策（安全保障政策）とエネルギー政策（反原発）だけでは議会選は闘えない（勝てない）。
- ②アベノミクスと日銀のQQEに対して、左翼は有効な批判と対案を出せていない。
- ③欧米左派の近年の運動方針は「財政ファイナンス」を真剣に検討し始めている。

▷報告の骨子：

- ①松尾匡の昨年衆議院選に向けたレポートとマニフェストを、左派の「経済政策」提起として検討する。
- ②日銀リフレ政策（QQE）と先進資本主義国家の中央銀行が取っている金融緩和政策を分析し、その批判を提起する。
- ③「財政ファイナンス」政策の有効性を検討し、管理通貨制度分析と貨幣廃絶へ向けた方向性を議論の俎上に乗せる。

2. 松尾匡の理論：エコノミック・ポリシー・レポート（2017年6月）

(1) 現状分析 A：「改善に失敗した民主党政権時代、わずかに改善した安倍政権時代」

\* 松尾の論旨 \*

「20年に及ぶ長期不況と小泉『構造改革』によって、多くの人々が塗炭の苦しみに喘いで来て、その負の影響は今もたくさんの人に重くのしかかっています。民主党は、これへの批判を背に政権を取ったのですが、事態を改善することはできませんでした。それに対して安倍政権は、わずかに事態を改善させているが、元に戻すには程遠いものでしかありません。しかし、それでも、長期不況に苦しんできた人々には希望を与えてきたわけです。

とりわけて、若者や、雇用が不安定な低所得層が恩恵を感じています。」 p.19

- ・就業者数の推移 6300万から6400万
- ・非正規従業員数 傾向的に増加 2000万
- ・正規従業員数 一旦落ち込むも増加傾向
- ・男性の正規従業員就業率 55.4から57.2%
- ・平均民間給与 410万から420万円
- ・新卒初任給 160万から164万円
- 「民主党時代は名目賃金減少、安倍時代は消費増税で実質賃金低下」
- ・就職率 6割台から7割台へ

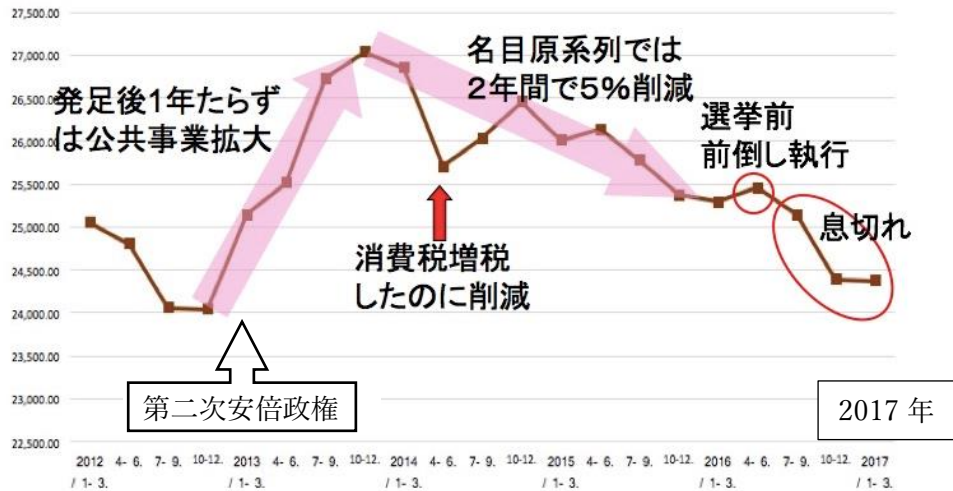
▷昨年秋の総選挙の結果を見れば、松尾の分析は的確。

(2) 現状分析 B：今秋の総選挙に向けての予想。

「有権者が好況を実感する中で、『もう一度不況に戻りたいですか』と殺し文句を言って解散総選挙に打って出る。」

「やはり多くの人が、将来の福祉に対する不安があったり、長期不況の間十分な貯金が形成できなかったりして、所得が増えたならばできるだけ貯蓄にまわしていたのだと思います。それにしても近年の増えかたは異常で、どこかで頭を打つのは必至…。」

●図1 実質公的固定資本形成（10億円 2011年価格）内閣府 GDP 速報



▷現在の経済分析：

- ・この2～3年、景気拡大は足踏み…。その原因は、いわゆるアベノミクス「第二の矢」の財政出動が掛け声倒れで、実際には放たれておらず、むしろ逆噴射…。
  - ・景気の動きは財政支出によって大方は決まっている。
  - ・消費の減少を輸出、設備投資の拡大が補う。⇒外需依存の景気
  - ・17年は世界経済が落ち着く。円安で輸出増。消費立ち直りつつある。
  - ・「安倍首相としてはあと一押し欲しいところだと思います。そのためには、途中で緊縮傾向に転じてしまった政府支出を、再び噴かすことが有効だ…」⇒**来年度予算編成が拡大傾向にある。予想的中。**
  - ・16年以降、設備投資・住宅投資が拡大。中小事業所のボーナスの伸び率上昇。有効求人倍率上昇。パート時給上昇。
  - ・平均貯蓄率が2012年以降、上昇傾向。13から17%
- ⇒17年第3四半期の家計部門現預金1845兆円（前年比4.7%増）日銀統計。  
 松尾は17年以降消費拡大が始まると予想しているが、直近の貯蓄は相変わらず増大傾向。

(3) 次の総選挙に向けて：

「今の民進党のままでは、景気拡大とともに安倍首相の支持率が回復し、安倍自民党が総選挙でさらなる大圧勝をすることは避けることができないでしょう。」⇒**予想は的中。**

●「我々は、安倍首相よりももっと好況を実現します」—これしかありません。

- ・もっと一般庶民に豊かな恩恵が及ぶ、もっとしっかりした景気拡大が可能だし、我々はそれを実現するのだということを訴える。
- ・リベラル派の脱成長イメージがこれまでの敗北の原因

(4) アベノミクスへの対抗政策

▷経済政策的には正しい。しかし、《必要性が疑わしいものに労働配分を割くプロジェクトが目白押し》である。財政政策が悪い。

▷安倍政権の財政政策の弱点：

- ・“建設国債はいいが、赤字国債は問題が多い”という財政再建路線に縛られている。故に公共工事ばかりが行われ、社会保障財源が削減されることになる。

- ・プライマリー・バランスにこだわるのは新自由主義の緊縮派の主張。

▷緩和マネーを社会福祉政策に

- ・「私たちが掲げるべき景気拡大策は、日銀の作った緩和マネーをつぎ込んで、福祉・医療・教育・子育て支援などへ大規模に政府支出しますということです。」
- ・社会保障分野の産業の雇用を増やし、賃金を上昇させることで、消費需要を拡大させる。

▷提起する政策：資料添付

政策提言 1：景気拡大過程での選択的政策

政策提言 2：消費税の引き下げ

政策提言 3：最低賃金、生活保護給付、基礎的年金の引き上げ

政策提言 4：50兆円硬貨で債務帳消し

### 3. 欧米左派の経済政策

#### (1) 大きな政府と小さな政府、緊縮と反緊縮

▷松尾の見立て：

- ・90年代以降、欧州中道左派勢力・米国リベラル派（ブレア、クリントン政権）の小さな政府論の失敗。⇒「こうした既成左右勢力の支配に対して、もつと右ともつと左の双方からの異議申し立てが起こり、支持を集めているのです。そのスローガンは『政府は民衆にもっとお金を使え！』ということです。右からの例は、トランプさんやルペンさん等。左からの例は、サンダースさんやコービンさんやメランションさん等ということになります。」

▷中村勝己の見立て（1/27 シンポより）：

- ・欧州中道左派政権の経済政策の失敗⇒イタリアの「五つ星運動」とスペインの「ポデモス」の登場。リベラル派の衰退と極左と極右の登場の根拠。

▷欧米議会政治における経済政策動向：

- ・トランプ政権＝大規模インフラ投資提唱。企業向け大規模減税（時限立法）。大きな政府派と言えるか疑問？⇒水野の言う「重商主義」？
- ・ルペン国民戦線＝財政拡大、経済的規制強化、保護貿易。大きな政府派
- ・ハンガリー オルバン極右政権＝中銀の独立性否定、金融緩和、インフラ投資。大きな政府派。好調な経済と高い支持率。
- ・コービン労働党の躍進は反緊縮マニフェスト（人民のための量的緩和）が支持された。住宅・インフラ投資 2500億ポンド（37.5兆円）を緩和マネーで低利で借りる。若者の支持。
- ・米大統領選挙での民主党候補サンダースの政策。5年間で1兆ドルの公共投資。
- ・2015年カナダ中道左派自由党の圧勝。3年間で250億カナダドルの財政赤字容認、600億カナダドルのインフラ投資。
- ・仏大統領選挙。メランションの公約。2730億ユーロの歳出拡大。1000億ユーロの景気対策。ECBの公債の永久債化。
- ・スペイン、ポデモス経済政策綱領「人民の経済プロジェクト」：欧州中央銀行による政府財政ファイナンス阻害ルールを変える。財政均衡ルールを廃止。ベーシックインカム導入。  
（参照）ピセンス・ナバロ、ホアン・トーレス・ロベス、アルベルト・ガルソン・エスピノサ『もうひとつの道はある——スペインで雇用と社会福祉を創出するための提案』（吾郷健二、海老原弘子、廣田裕之訳、ATTAC Japan(首都圏)編集、つげ書房新社)
- ・欧州労連、公共投資を量的緩和と合わせて実施要求。
- ・欧州議会左派系 18議員（社会党、左翼党、緑の党）、ECB 総裁へ「ヘリマネ」導入検討要求。
- ・ヤニス・バルファキス 2016年に、DiEM25（「欧州に民主主義を」運動 2025）結成。「欧州ニューディール」という経済政策プランを発表。中央銀行が投資事業債を買い取る量的緩和によ

って、公共銀行を通じて大規模な政策投資、雇用制度、反貧困基金をまかなう。

\* 欧州左翼党：オスカー・ラフォンテーヌ 16 年 10 月 \*

《金融政策は、財政政策のサポートがなければ上手く機能しない。しかしながら、多くの EU 加盟国は財政協定によって、八方塞がりの状態を強いられている。加えて、それらの国々は財政出動の余地も限られている。なぜなら、成長を妨げる予算削減と、銀行の救済、そして不十分な資産課税によって、これらの国々の債務がますます膨らんだからである。／明らかに、欧州中央銀行は、EU 条約とドイツ連邦銀行が定めた政府への財政ファイナンスの禁止原則を無視するべきだろう。》

\* 「緊縮政策と金融市場主権に反対する行動計画のために」 欧州左派連合、2016 年 1 月 22 日 \*

《私たちは全ヨーロッパ的に金融システムを規制すべく、取り組んでゆく。私たちは 2008 年のグローバル金融危機の原因を忘れてはいない。世界的な銀行システムは病んでおり、ますます手に負えないものとなっている。銀行システムは改革が必要であり、民間巨大銀行は 社会化され、強い規制に服すべきである。欧州連合は(透明性、有害な金融商品や租税回避相談の禁止、銀行業務の分割、個人ローンの条件の規制、必要不可欠な商品に対する投機の禁止などの)ルールと倫理を定め、金融機関の不正行為を防ぐための金融的・法的な制裁メカニズムを強化すべきである。私たちは、市民のお金が投機に役立てられることを望まない。 オフ・バランスシートの単一目的会社のようなシャドーバンクやヘッジファンド、民間株主 結社は解体せねばならない。》

\* 英国労働党 2017 年総選挙マニフェスト \*

《私たちの国とひとびとは、交通・通信・エネルギーのインフラという現代経済の「背骨」に対する投資が不足していることによって、発展が妨げられている。保守党首相のもとで、政府投資は 100 億ポンドも減少した。民間投資も減少している。最富裕層は私たちの国の人々の潜在力には投資しないという選択を行っているのである。

労働党は別の道を選ぶ。歴史的な低金利を活用して、国家変革基金を創設し、今後 10 年間にわたり 2500 億ポンドを、私たちの経済のバージョンアップのために投資する。私たちの国の各部分の巨大な潜在力が活かされるようにするのである。この基金により、労働党は新たな高速鉄道を建設し、新幹線[HS2] をスコットランドまで延長する。北部に横断鉄道[Crossrail]を建設し、北部の大都市を連結する。南東部には新規ブライトン本線[Brighton mainline]を建設する。ウェールズおよび南西部を含む全土の鉄道を電化し拡張する。最新鋭の低炭素ガス発電や再生可能電源に投資し、エネルギーシステムを変革する。2022 年までに誰もが超高速ブロードバンドを利用できるようにする。英国の膨大な科学的遺産を基盤とすべく、21 世紀にふさわしい経済の創出に必要な研究資金を提供する。》

・コービンの政策で、一時 PQE (人々のための量的緩和) を提起していた時期があったようであるが、公共投資は長期間の投資が必要なので、インフレ時での縮小が難しいという批判が行われて、取り上げた経緯がある。

\* 欧州の反緊縮左派勢力のコンセンサス \*

▷ 財政危機論は新自由主義のプロパガンダ⇒賃金抑制と労働強化のための宣伝

▷ スタッラー&バス(2014)『経済政策で人は死ぬか：公衆衛生学から見た不況対策』(草思社)

▷ ギリシャとアイスランドの事例：前者はドイツに屈服し、GDP25%減少。後者は IMF コンディショナリティ拒否し自力回復。(自国通貨があるかないかの違い)

▷ 中央銀行の量的緩和マネーを、政府支出として民衆のために使うべき。(中銀による財政ファイナンス論)

▷ EU は、金融と財政が別々なので、金融政策を財政政策とリンクすることができない。反緊縮派はその財政政策の足枷を外すように要求。



参照される経済学者：ケインズ派の学者

- ・フレデリック・ボッカラ、エリック・ローナーガン(中央銀行の作った貨幣を直接公衆に配る「ひとびとの貨幣配当」の提唱者。「ひとびとの経済政策研究会」のブログに和訳)
- ・コービンのブレインのリチャード・マーフィ
- ・コービノミクスの擁護者、リチャード・ウィルキンソン『格差社会の衝撃』、ケイト・ビケット『平等社会』、スティーブ・キーン、スーザン・ヒンメルワイト
- ・サイモン・レンルイス、アナトール・カレツキー、アデナ・ターナー、リチャード・ヴェルナー、マルケル・ウッドフォード、ポール・クルーグマン、ジョセフ・スティグリッツ
- ・ニュー・ケインジアンのような研究の現在のところの到達点は、ジョルディ・ガリの“The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus”

▷欧州左派の経済政策は、概ねケインズ派の財政政策を掲げている。中道左派の新自由主義政策を取り込んだブレア流の「第三の道」が敗北したことを受けて、本来のケインズ政策へ回帰。違いはリーマン以降の金融危機に対する財政緊縮論への批判。

▷欧州は元々「大きな政府」であったので、米日流の「小さな政府」への転換は無理。むしろ、ドイツとフランスの経済構造の違いの方が顕著。

#### 4. リフレ左派の財政ファイナンス理論を支える金融論

##### (1)金融論・貨幣論

- ・巨額国債残高に対する危機論である「財政再建」(均衡財政)の目的は、「インフレを管理する手段」である。⇒インフレさえ起こらなければ、国債残は問題なし。

▷国債の日銀引き受けが禁止されている。財政法。

- ・現在日本政府の発行する国債発行額よりも多くを日銀が買い上げている。

▷(2016年9月から始まった長短金利操作で、年間80兆円をメドとしていたが、17年は約60兆円ぐらいに収まりそうだ。17年度新規国債発行額は予算ベースで約34兆円。)

「出した国債は結局日銀の金庫の中に入ります。日銀の金庫の中の国債は、多くの場合、返す期限がきたら『借り換え』して期限を伸ばすことを延々繰り返します。」

- ・政府は国債の利子を日銀に払うが、日銀の利益は政府へ「納付金」として納めるので、払っていないのと同じ。

「要するに、日銀の金庫の中の国債はこの世にないのと同じなのです。」

##### (2) 財政と政府

- ・「統合政府」という考え方：親会社と子会社が連結して会計を処理する原則を適用。⇒「日銀が持っている国債は、政府の負債であり日銀の資産なので、相殺されてなくなります。」

※ロマンチャック(2015)「中央政府と中央銀行会計を連結することは可能か?」

朴勝俊訳、ひとびと経済政治研究会

<https://economicpolicy.jp/wp-content/uploads/2017/06/translation-005.pdf>

- ・問題は、民間や外国に対する債務。(図17参照)
- ・異次元緩和6年で300兆円を買い取っているということは、その分を返済したということ。形式上は債務だが、返済の義務はない。
- ・この間、インフレも起きず、CDSプレミアムも低下。
- ・将来的に、インフレが起これば、日銀が手持ちの国債を市中消化し、貨幣を吸収すればいい。⇒現在、日銀は約400兆円の国債を持っている。たとえ国債価格が半分に減価したとしても、200

兆円（GDP の 10%）も吸収すれば一気にデフレになる。

- ・更に、預金準備率の引き上げという手段もある。また、景気過熱を冷やすのだから、大企業や富裕層への増税という手段もある。

**\*何故財政ファイナンスがこれまで禁止されてきたのか\***

- ・歯止めが効かないから？（モラルハザード）

▷物価が上昇するとは、供給に比べて需要が増加する現象。敗戦後の日本や第一次大戦後のドイツなどは戦争で生産設備が壊滅し、供給が減少したが通貨が有り余っていたので起こった。通貨の切り替えが実施されれば、すぐにインフレは収まった。

- ・完全雇用が実現して、これ以上生産を増大できなくなっても、なお需要が増えると悪性インフレとなる。

**\*それに対するリフレ派の解答\***

- ・歯止めは、日銀の「インフレ目標」（物価安定目標）で、デフレから脱却できたら財政ファイナンスをやめればいい。日銀のインフレターゲットは正しい。

▷ただし、インフレを正常に戻るのがインフレターゲットの目的であって、デフレを正常に戻すのではないか、あるいはできない。

- ・現在の統計技術は以前とは違い、リアルタイムで把握できるので、歯止め政策も機動的に行える。

**\*まとめ\***

「ひとつの通貨圏の経済が正常に回っていくためには、その経済規模に見合ったおカネを中央銀行が出していないといけません。それは、何かの資産を受け取った見返りで出していますので、日銀がいくらのおカネを総計で世の中に出しているということは、それに見合った資産を日銀が持っているということです。それは多くは国債なので、世の中を正常にまわすためのおカネに見合った国債は、いつも日銀の金庫の中に入っていないといけません。

これをへたに政府が返して国債を消滅させると、日銀が創り出したおカネはそのまま消えてしまい、世の中をまわすためのおカネが足りなくなって不都合がおきます。金本位制時代に政府が日銀から金を買って日本海溝に捨て、円紙幣の流通量をへらすのと同じバカげたことです。だから、日銀の金庫の中の国債は期限がきたら当たり前前に借り換えしてきたのです。」（松尾レポート p.38）

※アデナ・ターナー：2016年6月7日『日経』記事 保有国債の一部を永久国債へ転換を提案。

※スティグリッツ：2017年3月14日経済財政諮問会議での同様の提案。

▷この議論は、国債を金貨幣と同列に論じている。当否は別として、現在の金融取引において国債は無リスク資産として、その利回りを基準に多くの金融取引が成り立っている。（先物取引やデリバティブは全てこの利回りを数式の中に組み込んでいる）また、年初に合意したバーゼルIIIも国債を無リスクとして銀行資産に計上できるようになった。（日銀黒田が強行に主張したという噂が伝わっている。さもありません。）

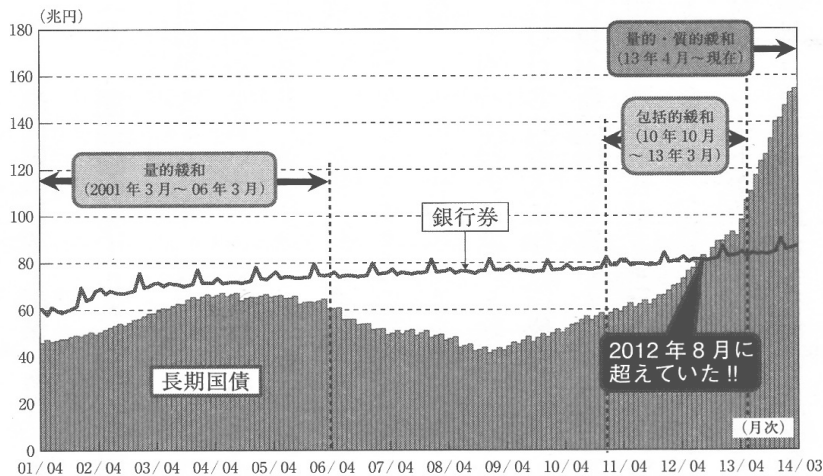
5. 中央銀行の量的緩和政策（QE）を検証する

(1) 非伝統的金融政策

- ・中央銀行の金融対策は、従来金利操作を通じた貨幣数量の調整によるものであった。80年代からテーラールールや銀行券ルールといった基準を使っていた。
- ・伝統的な金融政策からの逸脱が始まったのは、先進国中銀では日本が最初で、90年代初頭の不良債権問題以降の長引く低成長とデフレを克服するために始まった、と言われている。

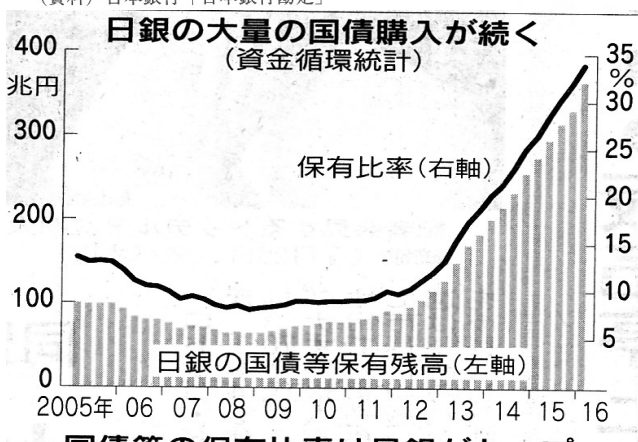
- ・90年代のバブル崩壊処理の過程で、税収の落ち込みと金利自由化により、政府日銀の財政・金融政策はほとんど機能しない状態に陥る。政府は赤字国債による財政政策を日銀は政策金利の引き下げしか方法がない状態。
- ・1998年速水日銀総裁のゼロ金利宣言以降、00年代に量的緩和とゼロ金利政策（01年～06年量的緩和）が行われ、小泉政権下での実感なき景気回復を実現したが、デフレは克服できなかった。
- ・そして、小泉以降の安倍、福田、麻生の短命政権が続く中で、リーマンショックが起こり、不況脱出に向けた経済論議は金融危機による大量の非正規労働者への解雇攻撃に対する政策論議へと向かい、大きな政府の無駄な公共投資への批判（公務員官僚攻撃）と景気対策という論議となり、09年9月「モノから人へ」という民主党政権を実現させた。
- ・その後、10年末には日銀は資産買入を実施し、ETFやREITを大規模に購入し始め、景気の下支えを開始した。（10年～13年包括的緩和）
- ・12年末に第二次安倍政権が始まり、翌年4月に黒田が日銀総裁に就任するや、「異次元緩和」と称する国債の大量買入を開始し、現在に至っている。（13年以降量的質的緩和）

図1-9 銀行券ルール停止で日銀は銀行券の1.7倍の長期国債を保有



●図2: 岩田一政『量的・質的金融緩和』2014年

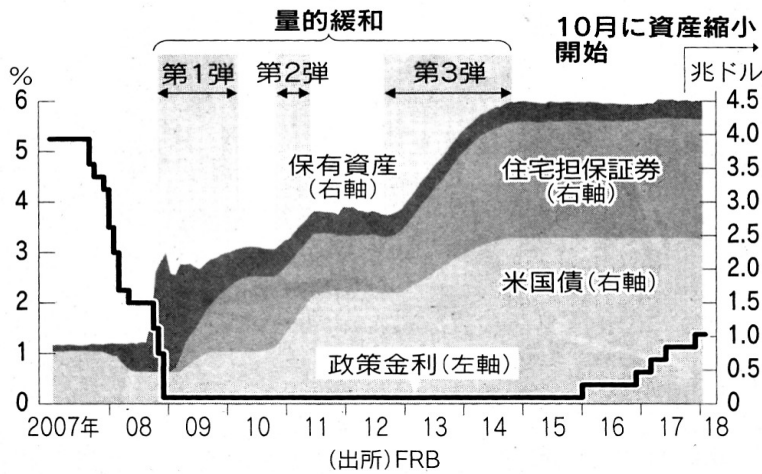
(注) 月次データ。「資産買入等の基金」を通じて買い入れた国債を含む。  
 (資料) 日本銀行「日本銀行勘定」



●図3: 赤字国債と建設国債および政府短期証券を区別していない。  
 (17年6月、500兆円を超える)

- ・金利がゼロ近辺に下がり、それ以上下げることができない状況では、金利政策は意味がなく、中銀にはこれまでの政策手段がなくなり、直接金利操作をするために大量の国債を買うことが非伝統的と言われるようになった。金利をゼロもしくはマイナスにしたり、大量の国債や金融商品を中銀が買ったりするのは、これまでの中央銀行の政策にはなかった。
- ・先行実施していたのは日銀だが、リーマン以降は欧米の中央銀行もこぞって実施し始めるようになった。（FRBはゼロ金利には否定的）

FRBは利上げと保有資産の圧縮を進める

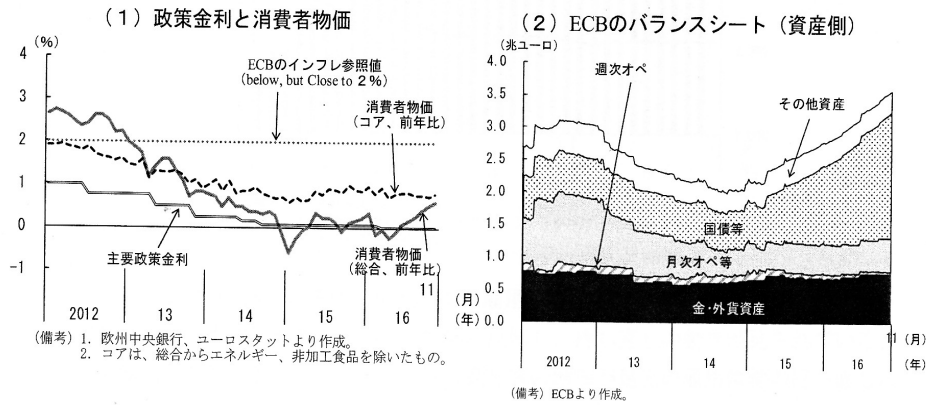


- ・その後、08年リーマンショックを受けて、米国が採用。
- ・第一弾は、主に住宅関連証券の買い取りが中心。
- ・第二段から、国債の買い取りに入る。
- ・量的緩和が終了後も資産の圧縮をせずに経済情勢を眺める。
- ・17年10月から徐々に圧縮を始める。

● 図 4:

- ・ギリシャ債務問題以降の欧州債務危機に対して、ECBが採用。

第2-3-16図 ECBの金融政策と消費者物価



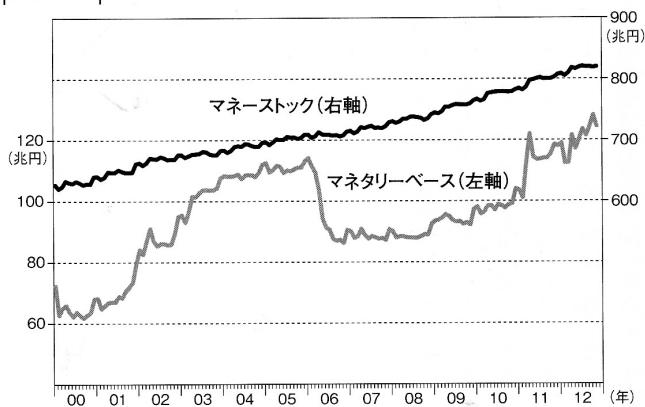
● 図 5

(2) なぜイールドカーブ（利回り曲線）が下がるのか？その結果は？

- ・国債は債券の中ではノーリスクと考えられているので、他の金融商品の基準となっている。
- ・国債を中央銀行が買い入れると、市中に出回る国債の量が減り、価格が高騰するので、利回りが下がる。（他の金融商品の利回りも下がる）

- ・金融機関などが低い利回りの国債よりも、その他の高い利回り投資に資金を向けるので、貸出やリスクの高い投資が増えて、需要が喚起されて景気が回復するという想定。
- ・しかし、想定通りには行かず、銀行貸し出しは伸びず、日銀の準備預金が膨らんだだけだった。唯一、成功したのは円安と株高が実現し、住宅ローン金利の低下による不動産投資が増えた。（ただし、実質住宅価格は高騰）

図表2-2 | マネタリーベースとマネーストックの推移（平均残高）



注：マネーストックはM2。2003年3月まではマネーサプライの統計を用いた。  
資料：日本銀行

● 図 6: 野口悠紀雄『金融緩和で日本は破綻する』より



▷日銀は国債を大量に買い入れているが、そのほとんどが日銀の預金勘定（超過準備金）に滞留し、市中には出回っていない。つまり、マネーストックとなっていない。マネーストックは経済活動に必要な貨幣だけを要求する。

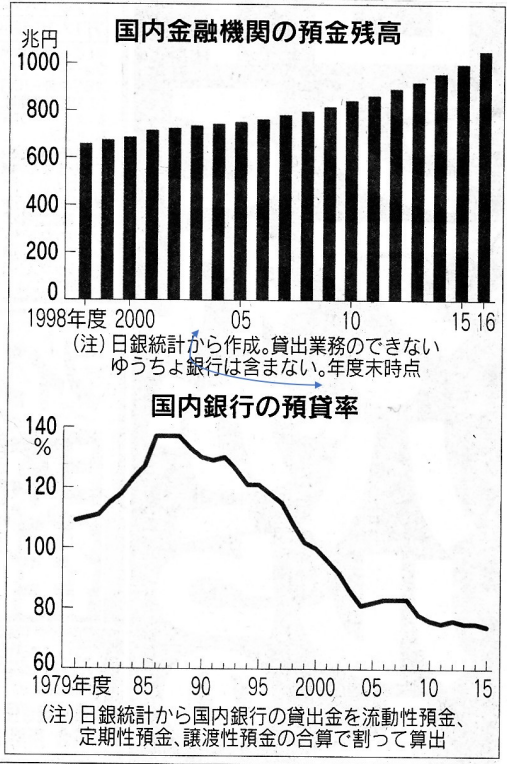
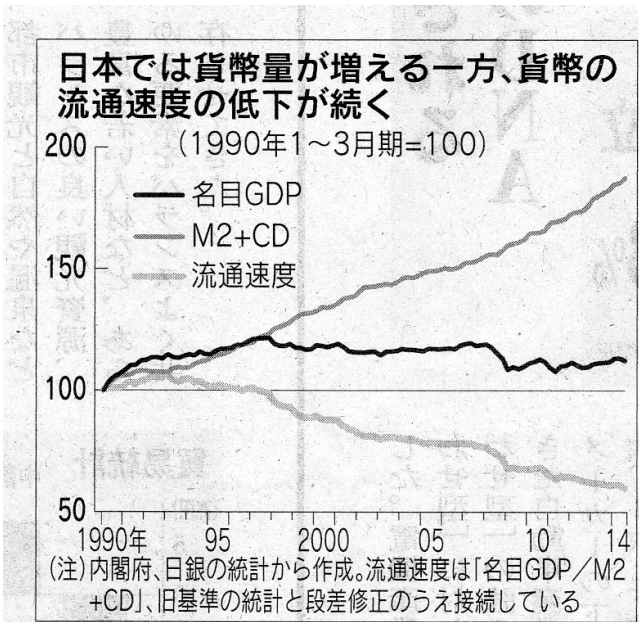
▷これは日本だけに限らず、欧米各国でも同じ。

▷管理通貨の供給量を引き締めることはできても、緩和することはできない。

（『資本論』第3部第33章参照）

●図8

●図7



・流通速度の傾向的低下は貨幣が退蔵されていることの結果ではないか？

・ドイツの銀行の預貸率は133%（2011年）

(3) 中央銀行のバランス・シートはどうなるのか？

●図9 Fedのバランス・シートの大まかな見取り図の比較(2007年末と2016年末)

2007年12月末

総資産 約8938億ドル

名目GDP比 約6%

(資産)

財務省証券	7546億ドル	短期債	2419億ドル
		中長期債	4710億ドル
		インフレ連動債	418億ドル
レポ約定等	670億ドル		
その他	722億ドル		

(負債)

発行銀行券	7918億ドル
預金機関預金	114億\$
リバースレポ	405億\$
その他負債/資本	500億\$

2016年12月末

総資産 約4兆4515億ドル

名目GDP比 約24%

(資産)

財務省 証券 2兆4636 億ドル	中長期債 2兆3391億ドル
	インフレ連動債 1245億ドル
MBS 1兆7414億ドル	
その他証券 1742億ドル	
その他 722億ドル	

(負債)

発行銀行券 1兆4626億ドル
預金機関預金 2兆3679億ドル
リバースレポ 5738億\$
その他負債/資本 472億\$

参照) 河村小百合「中央銀行のバランス・シート政策と課題」より

- ・中央銀行のバランスシートは、資産側に債券（主に国債）があり、その資産に見合った管理通貨が発行されるのが、平常時の形。
- ・金融緩和が行われれば、資産側に大量の国債が買入られるので、それに見合った管理通貨が発行されるが、そのほとんどが負債側に過剰預金として計上され、市中へ流通しない（マネタリーベースの増大）。
- ・日銀の資産側の国債は会計上時価評価ではないので、国債の価格変動による損失は計上されない。

●図10 日銀のバランス・シート（2017年末）

(資産)

国債 440兆2495 億円	長期債 418兆5168億円
	短期債 21兆7327億円
株式 1兆575億円	
ETF 17兆2353億円	
REIT 4475億円	
貸付 48兆5314億円	

(負債)

発行銀行券 106兆7165億円
預金機関預金 368兆4893億円
準備金 3兆1844億円
その他 30兆719億円

(4) 金融緩和とは何だったのか？

▷日本、米国、EUそれぞれ同じ政策だが、目的は違う。



- ①FRB は、量的緩和の第一弾でリーマン危機の原因となった住宅担保証券 (MBS) を大量に買い取った。これは投資銀行・ノンバンクを救済することが目的だったことは明らか。その後の量的緩和は、金融・資産市場にドルを供給すること以外には何の役割も果たしていない。
- ②ECB は、財政政策とのリンクが取れないので、単独で南欧の金融危機救済のための金融緩和だった。それも、ギリシャ危機が収束してからの緩和で完全に銀行救済のためであったことは明らか。
- ③日銀は、量的緩和を 00 年代から始めており、80 年代末の土地バブルの後始末のための政策の継続である。目的は、国債の消化を容易することであった。リフレ派の政策としては、黒田日銀以降の量的質的緩和を指している。目的はデフレの克服であるが、実態は円安誘導と株式市場への資金供給という結果。いずれもデフレの克服はできていない。

▷デフレは、金融現象ではない。(デフレではない、というエコノミストもいる)

▷リーマン危機以来、顕在化した先進資本主義経済の危機 (低金利、低物価、低賃金、高失業率、格差拡大) は、金融政策だけでは克服できず、財政政策 (租税政策) と経済構造改革が求められている。(アベノミクスの第二、三の矢)

## 6. 財政ファイナンスを巡る論議

### (1) バーナンキ、ターナー、クルーグマンの QE 提起

- ・2003 年バーナンキが QE による需要喚起政策を提案。
- ・基本的に需給ギャップによる不況という診断。供給に見合う需要が不足しているので、需要を喚起しなければならない。つまり、期待インフレ率をあげるということ。
- ・将来インフレが起これると予想するなら、今の内に消費しておこうということになるというのだが…。
- ・そのためには、現金があるので、中央銀行がそれを供給する。
- ・ターナーは QE では需要を喚起できないので、財政ファイナンス実施を提起。方法は、QE で中銀の資産側にある過剰国債を永久国債 (無利子、償還期限なし) にして、それに見合う貨幣を政府の財政支出として使うという方法。これは松尾の 50 兆円硬貨と同じ。

▷アデナ・ターナー『債務、さもなくば悪魔』

《有意義な投資ではなく消費を信用で賄うと、そこで生じた債務は後々、持続不可能になる可能性が高い。この事実は、公的債務との関連で、常に認識されてきたことである。成長を促進する投資ではなく消費にまわされる財政赤字は、持続不可能な公的債務負担を生む可能性が高い。同じことが、民間部門の信用創造にも当てはまるのだ。》 p.125

▷日銀の政策に対する言及

《公的債務を正式にはマネタイズしないが、(1)満期が到来した国債を常に新たな国債発行で置き換え、公的債務の GDP 比は上昇を続け、かつ(2)公的債務の金利が下がり続け、着実にゼロに近づくことで、公的債務の利払いが常に可能であるように見える、というシナリオが考えられる。こうした状況では、公的債務の上限はないように見える。実際のところ、恒久的に金利のつかない債務は、本質的には通貨と変わらない。このため、債務が半永久的にロールオーバーされる可能性が高く、その金利が低くなればなるほど、債務とマネタリーファイナンスの違いは重要ではなくなる。日本の現在の経験は、この違いの限界を試していると言える。》同 p.204

▷負債経済について

《…現代経済における信用のほとんどは、経済成長にとって不要である…》

《債務創造には負の外部性が存在する。債務は、経済汚染の一種でありうるのだ。／原則としては、課税で対応するのが適切である。》 p.320

▷量的緩和の出口戦略について

《超金融緩和は伝統的な波及メカニズムを通じた景気刺激策である。つまり、長期金利が極めて低い水準に低下し、資産価格が上昇し、円安になる、という経路が想定されている。そして、公式見解では、日銀はどこかの時点で保有する国債を市場で売却し、政府は将来の財政黒字からこれらの国債の金利を支払っていくことになっている。したがって、日本の公的債務の公式統計には、日本政府が日銀に対して負う債務が含まれている。日銀は政府が出資する機関なのだが。／この債務は償却することができる。日銀のバランスシートの資産サイドで、この債務を、政府が日銀に永久無利子の債務を負う、という会計記録と置き換えるのである。日銀収入にも政府収入にも直接影響をほとんど出ない。日銀が現在、政府から受け取っている利子は、その後、日銀の株主である政府に配当として戻されているからだ。…こうした現実を明確に伝えていくことによって、現実の公的債務負担が現在公表されている数値よりかなり小さいということが、日本の国民や企業、金融市場に明らかになり、マインドや名目需要にプラス効果をもたらすと考えられる。》 p.380-381

- ・ターナーの財政ファイナンス政策は、無利子国債の発行によるもの。無利子国債は、かつてイギリスが発行したことがある。

## (2) 財政ファイナンスへの批判

- ・米欧日の中銀法制は、財政ファイナンスを禁止している。(国債の日銀引き受け)
- ・FRB は、基本的に財政ファイナンスに否定的。
- ・実施にあたっては、政府との一体的運営が欠かせないが、それは中銀の独立性を脅かす。松尾の言う統合政府論は、この金融政策の一体的運営のこと。
- ・インフレ懸念が払拭できない。貨幣数量説が無効になっているものの、それだけの通貨が流通すると、何が起ころるか予想がつかない。(歴史的な事例)

## (3) 需給ギャップという診断が間違いという見解

- ・21世紀に入ってからからの日本のデフレは需給ギャップで起こっているのではない。
- ・生産財の物価下落とサービス業の物価上昇という現実。生産財は貿易可能、故に国際価格の影響を受け、とりわけ新興国からの輸入による低価格商品によって起こっている。一方、サービス業は国内要因のみで上昇傾向。しかし、日本は製造業偏重(97%)でデフレとなる。(野口悠紀雄)
- ・21世紀に入って、IT革命による産業構造の変化が資本投資を軽微にしており、かつての重化学工業時代の巨大投資がいらなくなっているため、資金需要が起らない。故に、市中に資金を流通させようとしても、資金需要がないので、金融緩和は不動産/住宅投資に向かうか、金融市場の投機的マネーとなるしかない。

## (4) 補足：「シカゴプラン」(ターナー、井上)

- ・1933年、ヘンリー・サイモンズがルーズベルト大統領に提案。のちにフランク・ナイト、ミルトン・フリードマンらが賛意。
- ・100パーセント準備銀行⇒実質的な貨幣創造の廃止(口座間決済のみを扱う)⇒通貨供給量の国家管理

## 7. 左派リフレ派の金融政策とは何か？

### (1) 現代資本主義経済の危機に対するエコノミスト達の分析と診断

- ・現状認識：
  - a) 長期停滞経済
  - b) デフレ(日本)
  - c) 格差/失業率/低賃金

d) 金利低下

e) リーマンショック/金融危機 (米・欧)

・診断:

A) 資本主義限界論 (水野他) 長期停滞論 (サマーズ他)

B) 需要不足論 (ニューケインジアン リフレ派を含む)

C) 新自由主義/金融グローバリズム原因論 (ハーヴェイ他)

D) IT 産業/新興国経済/サプライチェーン論

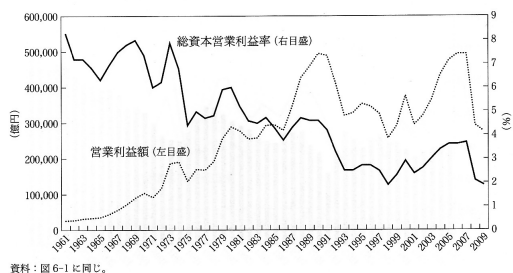
E) 技術革新停滞論

▷企業の利潤率の低下が止まり始めている。資本主義の終焉を唱える人々の根拠の一つとなっている、企業の ROE あるいは ROA の低下は、今年に入ってやや怪しくなってきた。17 年以降の景気回復についての分析が必要。

●図 11

202 第11部 資本主義の成熟と転換

図 6-5 利益率と利益額の推移 (1961~2009年度)

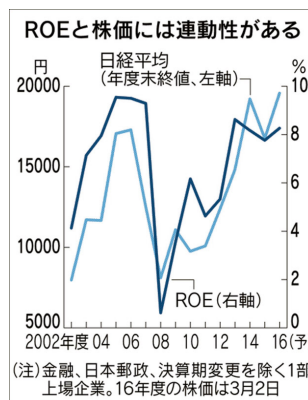


資料: 図 6-1 に同じ。

小西一雄『資本主義の成熟と転換 現代の信用と恐慌』

2014 年桜井書店より

●図 12



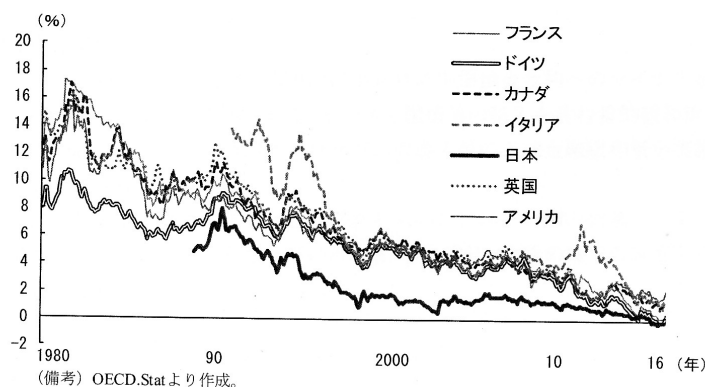
日経新聞 17 年 3 月 3 日

▷サマーズの「長期停滞論」: みずほリサーチ 2014 年 9 月

<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r140901us.pdf>

《サマーズは「均衡金利がマイナス 2 ~ 3%に低下している」と考えると、先進国が陥っている状況をうまく説明できるという。金融政策によって景気を刺激するには、実質金利を均衡金利よりも低く下げる必要がある。実質金利は、名目金利(政策金利)からインフレ率を引いたものだ。しかし、名目金利はゼロ以下には下げられない(ゼロ下限制約という)。また先進国のインフレ率は低い。その結果、先進国では実質金利の下げ余地が限られ、十分な金融緩和ができない。金融政策では需給ギャップが大きくプラスに転じるほど景気を刺激することはできなくなっているというわけである。一方、金融緩和に伴う低金利政策によって、投資家のリスクテイク姿勢が刺激されバブルが膨らんでしまう。》“Why Stagnation May Prove To Be The New Normal.”(フィナンシャル・タイムズ 13 年 11 月 15 日)

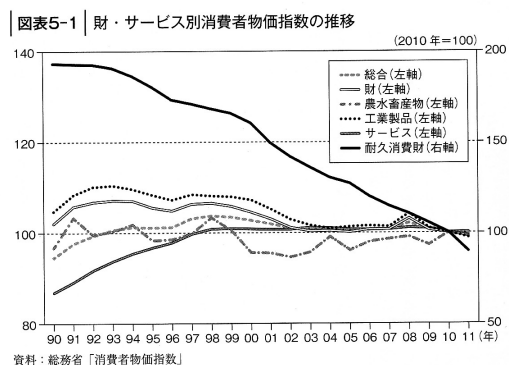
第1-1-2図 G7各国の10年国債利回り：低下傾向



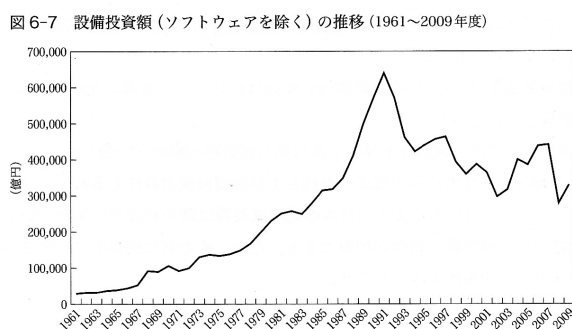
●図 13：・80年代初頭の高金利はスタグフレーションを鎮圧するためのものであったが、その後一貫して低下している。

▷デフレの原因を作っているのは、製造業だという指摘と、IT産業の設備投資は重化学工業の設備産業とは違い、安価であるという指摘。人的投資が中心であって、設備は急速に低廉化している

●図 14



●図 15



(2) リフレ派内部の対立

・黒田日銀の政策委員は現在ほとんどリフレ派で占められている。リフレ左派とどう違うのか？

\* リフレ左派理論の相対的位置 \*

▷経済政策的にはアベノミクスと同じ方向であり、ケインズ派の財政支出論である。つまり、アベノミクスは新自由主義ではなく、ケインズ派であるという規定。

▷問題は、財政支出の方向性である。オリンピックやリニアではなく、再分配に使えということは、共産党・リベラル左派とほぼ同じ。

▷ただ、これまでリベラル系であると思われていた民主党が、財政健全化路線の下で増税を容認していたことが決定的に違う。つまり民主党は新自由主義派もしくは右派、という評価。(ブレア・クリントン派?)

▷故に、松尾理論の意味はケインズ派的財政支出路線とその財源としての国債日銀買取政策である。

《私たちの提唱するやり方は、社会サービス支出の増大には、制度上、大企業や富裕層への増税で財源を手当てし、デフレ脱却していない間は、日銀の作った資金を企業や公衆に給付するというものです。》(「全てのひとびとのための経済学講座」第3回質問への回答)

(3) 問題は金融政策ではなく、財政政策である

・統合政府による財政ファイナンスは、金融政策ではなく、財政政策。 ● 図 16

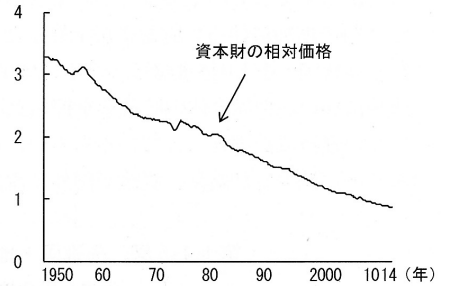
・民主党時代のスローガンである、「モノから人へ」という財政政策とあまり変わらない。オリンピックやリニア新幹線といった物への投資ではなく、社会保障への傾斜配分を主張しているから。

・政策提言 1～3 は、ケインズ派の旧来からの主張の焼き直し。インフレ期での政策転換が可能か、という批判があるが（ケインズ独特の賢人政治）、これは議会制を通じた社会主義政権構想においても同じ批判がありうる。

・社会保障への傾斜配分は、需要を高めて賃金を上昇させるという一面はあるが、社会サービスへの配分は消費需要であって、設備投資ではない。現在のデフレ的現象は耐久消費財の低価格化によって起こっている可能性が高い。

第 1-1-7 図 資本財の相対価格

(アメリカ) : 1950 年以降一貫して低下 (09年=1.0)



(備考) 1. セントルイス連銀より作成。  
2. 投資デフレーターを消費デフレーターで除して算出。

(4) 財源問題：問題は、財源をどうするか？この議論には二つの筋道がある。

①現在の国債大量発行による財政政策では、将来的な増税と国民負担は避けられない。

A) 現在の安倍黒田政策は将来の増税と国民負担が確実（と予想）なので、いつまで経っても需要は起こらない（国民は不安）。故にデフレは続く。経済成長はない。

・財務省的発想：財政危機⇒増税⇒プライマリーバランス回復

・日銀的発想：通貨供給⇒投資促進⇒賃金上昇⇒インフレ⇒国債利払い緩和

A') 財政ファイナンス（統合政府）により、不安を払拭し、需要を喚起すればデフレは解消し、経済成長が起こり、穏やかなインフレとなり、負債の軽減と社会保障政策への傾斜配分による安心な将来生活が保証される。（リフレ左派）

②国債大量発行は問題なし。

・赤字国債の堆積は、海外依存でなければ問題はない。むしろ、財政政策に問題がある。

《国債はそのすべてを一年で返済する必要のないものである、何年かけて返すのであれば、その何年かの付加価値の合計に占める債務の割合を見る方が適切なのだ。／ここで、普通国債の平均残存期間である八年を念頭におき、日本の GDP を八倍して 1000 兆円と比べてみれば、日本の債務の対 GDP 比は 25%となる。あるいは政府の採用する六十年償還ルールに従うならば、わずか 3%強である。》（井手英策／古市将人／宮崎雅人『分断社会を終わらせる』p.101）

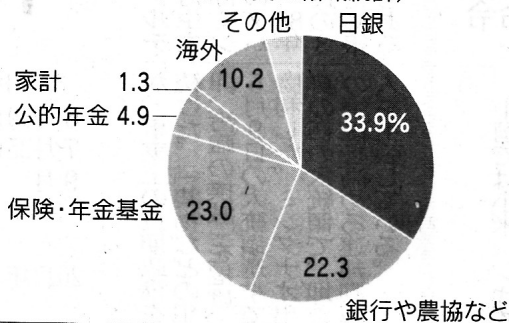
・井出たちの議論は、現在の政府系の論議とは根本的に異なる。財政危機論型の論議から脱却せよ、という。

● 図 18

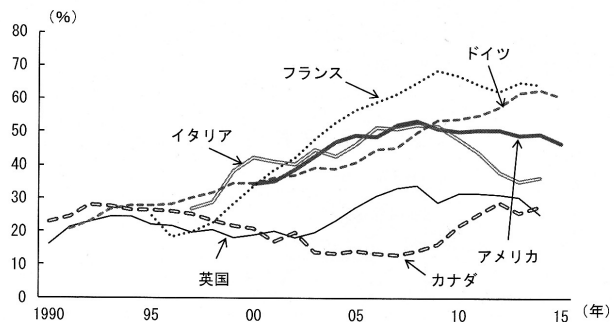
・松尾は井出に対しては批判的。

● 図 17

国債等の保有比率は日銀がトップ  
(16年3月末、資金循環統計)



第 1-1-4 図 各国国債の外国人保有比率：各国で上昇傾向



(備考) 各国統計より作成。





## (2) 現在の金融政策の限界とリフレ左派の評価

- ・長期不況下に実施した二十年余りの量的緩和とゼロ金利状態があるから、このような議論が出てくる。金利自由化とゼロ金利で中央銀行はすることがなくなる。国債の管理のみ。
- ・財政ファイナンスへの批判として一番言われるのが資本の海外逃避。円安とインフレが高進すれば、輸入物価（特に原油）の高騰と日銀券の購買力の低下により、資金の海外逃避の可能性が高くなる。現在、日銀券の発行額は100兆円に登り、先進国中で飛び抜けて多い。多くがタンス預金だとみられている。これらが、ドルや海外貨幣を求めて殺到すれば、一気に円が暴落するだろう。そうなると、銀行への取り付け騒ぎが起こる？
- ・リフレ左派の主張は、インフレが供給力の不足から起こる現象であって、現在の日本では起こり得ないとする。また、穏やかなインフレは必要であるともいう。しかし、為替相場に関しては言及がない。

▷「量的緩和」政策を財政政策として活用する方法を巡る対立は、旧来の新古典派とケインジアンとの対立の再演である。1930年代の対立ではケインジアンが勝利したが、その歴史的背景は帝国主義間戦争と社会主義ソビエトとの拮抗関係があり、金本位制の解体と管理通貨制度への移行期であった。現在は、変動相場制と金融自由化による単一世界経済（グローバリズム）への移行期にあつて国民経済内部の財政政策を巡る対立が諸国家内部に形成されつつあると見える。

## (3) 国債の真の役割とは？

- ・国民経済内部の貨幣需給のみに限定すれば、かつての「銀行学派」の言う論理になっている。
- ・管理通貨と預金は中央銀行にとっては負債であり、国債が資産となる。政府にとっては国債は負債だが、銀行にとっては資産である。1844年のピール条例においても最初の発券は政府債券に見合ったものであり、グリーンバックと言われるアメリカ初期の紙幣も国債引き受けでの発券であった。
- ・つまり、銀行券は政府の一国における総労働力を担保とした負債？それを銀行は資産として計上し銀行券を発行する。労働者が「金」となっている？これは「マトリックス」の世界。
- ・国債がどの程度流通すれば、最適な管理通貨の量となるかについては定説がないが、現在のような過剰な国債がマネーストックを増大させないのは、管理通貨量の政策的な管理ができないということの証明でもある。（トゥックの指摘）

## (4) 管理通貨・国債・変動相場制

- ・問題は、国際資金決済との関係が不明。金本位制下の貨幣論では国際資金決済による自動調整機能を含めて「通貨学派」が18世紀初頭のピール条例を巡る論争で優位だった。
- ・金が果たしていた金本位制時代の役割が今は変動相場という市場が取って代わっている。金は量的に限りがあり、輸送点により緩衝帯があるが、現在の変動相場制は瞬時に市場を凍りつかせ、90年代アジア金融危機型の恐慌が起こる？
- ・ギリシャ問題は示唆的。自国通貨を持たずに、国債を発行することの無理。それは国債ではなく、倒産企業の債券発行に等しい。

### 参考文献：

松尾匡『この経済政策が民主主義を救う』2016 大月書店

岩田一政・左三川郁子『マイナス金利』

岩田一政・日本経済研究センター『量的・質的金融緩和』2014 日経新聞出版社

白川さゆり『超金融緩和からの脱却』2016 日経新聞出版社

野口悠紀雄『金融緩和で日本は破綻する』2013 ダイヤモンド社  
相沢光悦『日本銀行の敗北—インフレが日本を潰す』2016 日本経済評論社  
ヤーギン&スタニスロー(2001)『市場対国家(上・下)』日経ビジネス人文庫  
アデア・ターナー『債務、さもなくば悪魔』2016 日経 BP 社  
総務省『世界経済の潮流』2017 年版

小西一雄『資本主義の成熟と転換 現代の信用と恐慌』2014 桜井書店

《一般に実物市場における価格(財、サービス価格)は資産市場における価格(株価、地価、為替相場など)と比べて硬直的である。特にデフレ下では実物市場における価格は硬直的である。つまり一般の財、サービスの価格の変動は短期に急変することは稀だが、株価や為替相場は短期に大きく変動する。したがって、日銀がインフレターゲットを明確にして大胆な量的緩和政策を実施することによって予想インフレ率を高めることに成功しても、それが直ちに実物市場における企業の設備投資や個人消費拡大に結びつくことはなく、したがって、ただちに銀行貸出が増加し、マネーサプライが増加するわけでもない。予想インフレ率の上昇をいち早く反応するのは資産市場における投資家たちであり、株価と為替相場にその効果が現れるのである。つまり、株高、円安である。

そして、株価が上昇しトービンの  $q$  [(株式の時価総額+負債総額) ÷ 資本の再取得価格] が 1 を超えるようになれば、つまり増資による資金調達コストが低くなれば、ここで企業は設備投資を増加させることになるであろう。また、円安も国内設備投資増加を促すであろう。さらに、予想インフレ率は上昇しても、量的緩和政策によって名目金利の上昇は抑えられるので、予想実質金利が低下し、銀行貸出が増大し、マネーサプライが増加し、実際の物価水準も上昇を始めることになる。》  
281

井上智洋『ヘリコプターマネー』2016 日経新聞社

・貨幣制度の三類型：A…政府中心の貨幣制度、B…銀行中心の貨幣制度、C…国民中心の貨幣制度  
《C レジュームは、中央銀行のみに貨幣創造の権限を持たせるので、言わば「貨幣創造の集権化」の方向にある。》⇒ほぼ「シカゴプラン」と同じ。  
《…私が望ましいと考える方向は「貨幣創造の集権化」の方である。旧ソ連のような社会主義国では生産活動の集権化が図られたが、その試みは失敗した。生産活動は個々の民間経済主体が分権的な意思決定に基づいて行うべきだが、それを封じてしまったからうまくいかなかった。／…貨幣創造には何のクリエイティビティも必要としない。したがって、そのような仕事を民間に任せるメリットはほとんど何もない。》 p.172-3

▷松尾の推奨する文献：

A.B.アトキンス『21世紀の不平等』

渡辺努『慢性デフレ 真因の解明』

民営化を巡る議論については、ジョン・クイギン(2012)『ゾンビ経済学 死に損ないの5つの経済思想』  
第5章(筑摩書房)

政策提言 4: 50 兆円硬貨で債務帳消し

ターナーさんやステイグリッツさんの提案のように、日銀保有国債の1割にあたる40兆円を、無利子永久債に転換するというのもいいのですが、硬貨は政府が発行することになっていますから、特別法を作って政府が50兆円硬貨を1枚つくり、それを使って50兆円分の国債を日銀から買い取って消滅させてしまうというアイデアも成り立ちます。インフレを抑制するための国債売りオペで、膨大な日

銀保有国債の9割近くを費やして残りに手をつけなければならない事態など100%ありえないことですから、無利子永久債であろうが、50兆円玉であろうが、現実問題としては何だっていいのですが、50兆円玉の場合は、日銀の帳簿上、資産価値が下がることが絶対ありませんので、形式的にはきれいです。

これで消滅する分の国債は、本当はもともと延々と借り換えして返済する必要がないものでしたから、こうした措置をとったからといって現実に何も変わるわけではありません。ただ、国の借金が50兆円でも消えたとなれば、福祉充実などのための10兆円や20兆円の支出増への一般公衆の抵抗感は、薄らぐことが期待できます。

そして、インフレの動向を注視しながら、経済成長に合わせて同様の措置を漸次進めればいいと思います。

『資本論』第3部第29章

《国債という資本では、マイナスが資本として現象するが、そもそも利子生み資本なるものがあらゆる錯乱した形態の母であって、例えば、債務は銀行業者の考えでは商品として現象しうるが、この国債資本に対立させて、次に労働力を考察しよう。労賃はこの場合には利子と解される。…資本家的な考えの錯乱はここでその絶頂に達する。けだし、資本の増殖を労働力の搾取から説明する代わりに、その逆に、労働力の生産性が、労働力そのものはこの神秘物たる利子生み資本だということから説明されるからである。》

●図 19

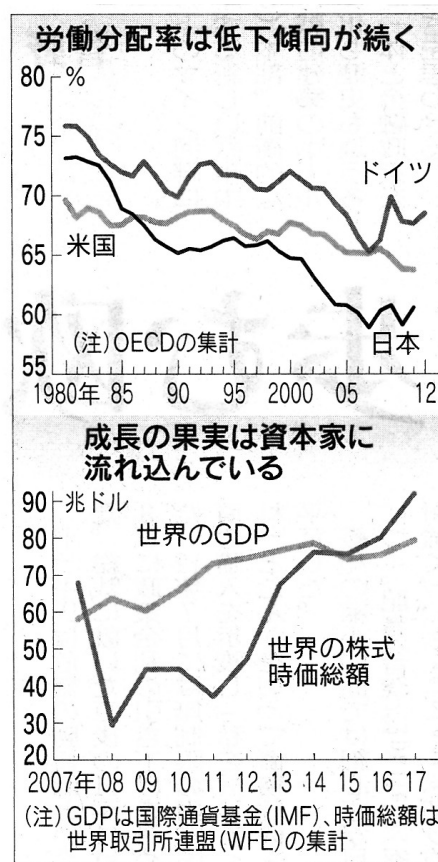
図11-3 わが国5230万世帯の純金融資産の格差  
(純金融資産=金融資産-負債)

		2000年	2007年	2013年	世帯構成	1世帯当たり年間増加率
超富裕層	金融資産	43兆円	65兆円	73兆円	0.1%	5.8%
	世帯数	6.6万	6.1万	5.4万		
	1世帯当	6.5億円	10.6億円	13.6億円		
富裕層	金融資産	128兆円	189兆円	168兆円	1.8%	0.4%
	世帯数	76.9万	84.2万	95.3万		
	1世帯当	1.7億円	2.2億円	1.8億円		
準富裕層	金融資産	166兆円	195兆円	242兆円	6.2%	1.3%
	世帯数	256万	271万	315万		
	1世帯当	6480万円	7200万円	7680万円		
アッパーマス層	金融資産	201兆円	254兆円	264兆円	12%	1.1%
	世帯数	575万	660万	652万		
	1世帯当	3500万円	3850万円	4050万円		
マス層	金融資産	503兆円	470兆円	539兆円	80%	0.0%
	世帯数	3860万	3940万	4163万		
	1世帯当	1290万円	1190万円	1290万円		

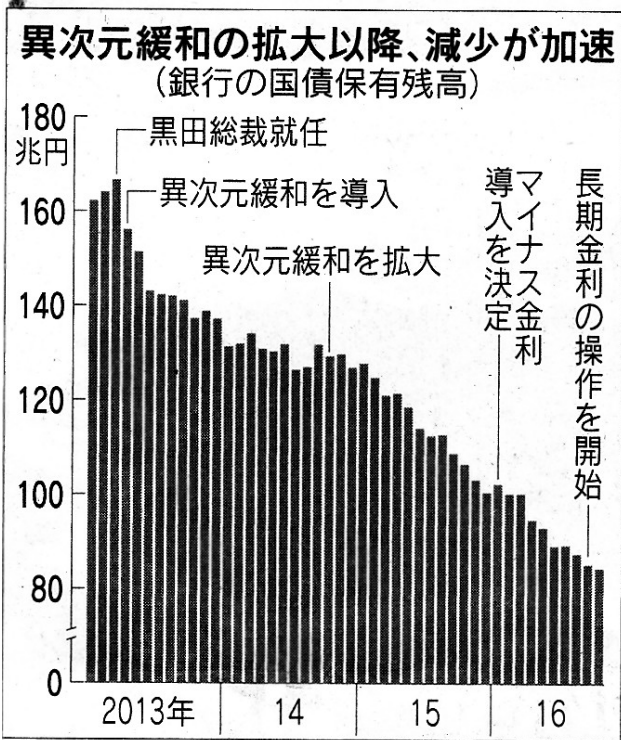
出所：野村総研「金融資産保有調査」より筆者作成  
<http://economist.cocolog-nifty.com/blog/2014/11/post-74a9.html>

・資本金10億円以上の大企業の分配率は43.5%  
 (2017年第二四半期：財務省企業統計調査)

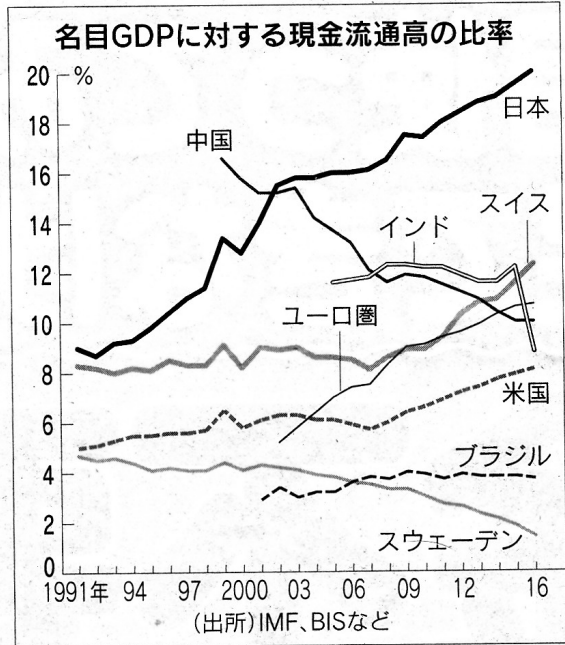
●図 20



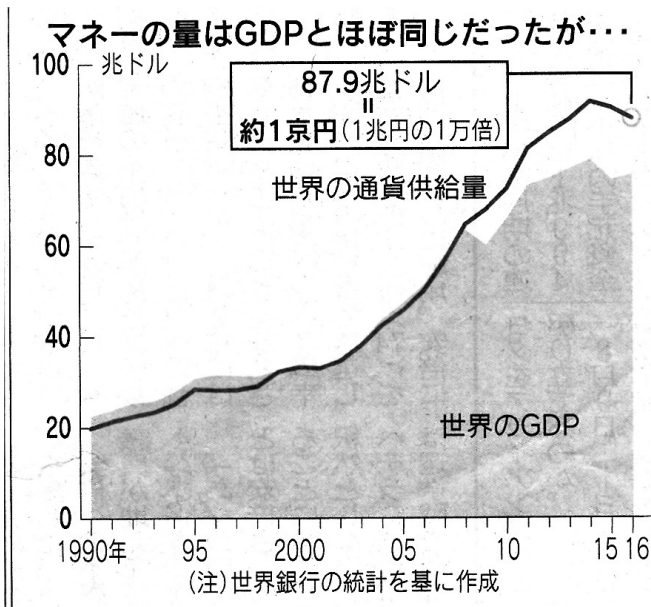
●図 21



●図 22



●図 23



報告補足 (松尾との論議を想定して)

1. 18年初頭の株式暴落を踏まえて、17年後半からの経済情勢を分析する

▷好況局面を迎えて:

- ・想定通り、安倍政権は選挙勝利後、オリンピックへ向けた公共投資を加速し、また来年度予算論議で「働き方改革法案」を提起してきた。

- ・昨年来からの好況局面は、失業率の低下と労働力不足が顕著になって、非正規労働者賃金が上昇している。今春の賃金交渉での結果次第では穏やかなインフレが起こる可能性が高くなった。
- ・ニューケインジアン理論によれば、完全雇用にならば、潜在成長の壁に到達し、インフレが起こると同時に、構造改革の（長期の）課題が浮上するとされる。安倍政権の「働き方改革」はまさにその課題に対するブルジョアジー側の回答でもある。
- ・財政ファイナンス理論を踏まえるならば、これ以上の金融緩和は、右派的な公共投資であろうと、左派的な社会福祉投資であろうと、限界になってくるのではないか。

▷ニューケインジアン理論が想定していない課題：

- ・完全雇用状態に近づいている日本の経済情勢の下でも、低賃金労働の現状は変わらず（非正規雇用は解消されず）、労働力不足が解消されない現状で、外国人労働力の裏口からの導入と女性労働力の非正規雇用が活用されれば、現存生産力に見合う需要は上昇し、需給ギャップはなくなるのか？
- ・その場合、黒田の想定通りの2%インフレが進行し、低福祉高成長の局面ののち、消費税増税とオリンピック後の不況へと突入する可能性が大きいのではないか。
- ・そうなれば、インフレ進行と不況というスタグフレーション局面が再来し、量的緩和自体が壁に突き当たる可能性がある。その時、左派の経済政策提起はいかにあるべきか？

## 2. 18年初頭の株価暴落の分析

▷吉田繁治の分析：

- ・レポ金融が発達した米国では、長期金利が2.4%から2.85%に上がるだけで、銀行とヘッジファンドが資産としてもつ株や債券の売りが生じます。
- ・18年2月5日（ミニ・ブラックマンデー）「物価上昇（0.5%）→米国景気良好→FRBの利上げ→国債売り（国債金利上昇）→株売り（株価下落）」
- ・次回のFRBの利上げがポイント（3月あるいは4月）

▷ボラティリティインデックス投資の暴落という分析：

- ・レポ金融にしてもVIXにしても、全く現実の実物経済と関係がない。1987年のブラックマンデーに近い。一時的な調整という見方もできるが、この調整が資産価格にどう影響するかが問題。
- ・リーマン以降、銀行・投資銀行への規制が厳しくなっているので、活躍しているのはヘッジファンドの方。
- ・日本の地方銀行はゼロ金利で疲弊しており、米国債や海外債券への投資を活発化させているので、この調整局面で痛手を被る可能性が大きい。

## 3. リフレ左派（社民左派）を超える政策とは何か？

▷「シカゴプラン」の先に見えてくるもの：

- ・利子のつかない預金と株式発行市場の存続
- ・ブロックチェーンによる100%準備銀行（決済機能）と中央銀行による貨幣管理
- ・株式交換市場の閉鎖と国際資本移動の制限

図表9-A 国債の日銀引き受けがマネタリーベースとマネーストックを増やすメカニズム

① 政府が日銀引き受けで国債発行

政府			日銀		
資産	負債		資産	負債	
日銀政府預金	100	国債	100	日銀政府預金	100

②-1 当座預金を引き落として日銀券を受け取る

政府			日銀		
資産	負債		資産	負債	
日銀政府預金	0	国債	100	日銀政府預金	0
日銀券	100		日銀券	100	

②-2 政府は日銀券でA氏に支払い、A氏は日銀券を保有し続ける

政府			日銀		
資産	負債		資産	負債	
日銀政府預金	0	国債	100	日銀政府預金	0
日銀券	0		日銀券	100	

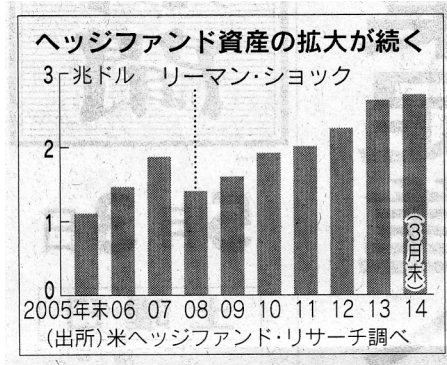
③ 政府が当座預金を用いて支払い

政府			日銀		
資産	負債		資産	負債	
日銀政府預金	0	国債	100	日銀政府預金	0
			日銀B銀行当座預金	100	

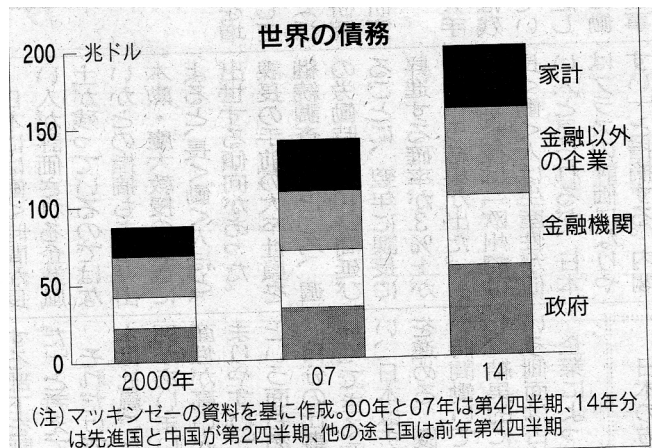
  

B銀行		
資産	負債	
日銀当座預金	100	A氏預金
		100

◎図 25



◎図 26



報告を終えて

報告・討議を終えて以降、いくつかの誤解を招いていることが分かった。まず確認したいことは、本報告は松尾匡のリフレ論（リフレ左派）を無条件に賛同しているのではないこと、また財政ファイナンス政策（ヘリマネ政策）に関しても、検討の素材として提起しているものである。特に、最後の「シカゴプラン」に関しては、過渡期の金融政策としての検討課題という意味で取り上げた。

報告後、いくつかの関連する文献を読み、新たな知見を得ることができたので、追加しておきたい。この領域の論議は、学説史的にも膨大な文献が既に存在し、私の能力ではそれらを逐次検討することは不可能であるが、更には現在進行形の政策でもあり、次々と新しい分析が生まれているので、できる限り広範な論議になることを期待したい。

① 建部正義『21世紀型世界経済危機と金融政策』2013年 新日本出版社

「マルクスは通貨学派だったのか銀行学派だったのか」という疑問は、この報告を作る過程で常に疑問であったが、建部ははっきりと銀行学派だったと指摘している。

《いま、学説史的な流れをこのように整理するならば、トゥックをはじめとする銀行学派を内生的貨幣供給論の先駆者として位置付けるかぎり、マルクスもまた、内生的貨幣供給論の系譜につらなる論者の一人以外の何者でもなかったことが、容易に理解されるはずである。》 278



▷榎原氏から紹介された『信用論研究入門』（1981年 有斐閣）を読むと、この銀行学派規定は岡橋保が最初に提起した論議のようであるが、現在に至るも確定されたものはないようである。しかし一方で、貨幣数量説は現実的にも理論的にも無効であるという規定は学説的にも共有されていることが本書（建部）で確認されている。とりわけ、日銀の歴代総裁がこれを確認していることは特筆に値する。銀行実務家たちのこの確認は、理論的には異論はあるだろうが、80年代以降の金融政策上の試行錯誤による成果ではないかと思われる。

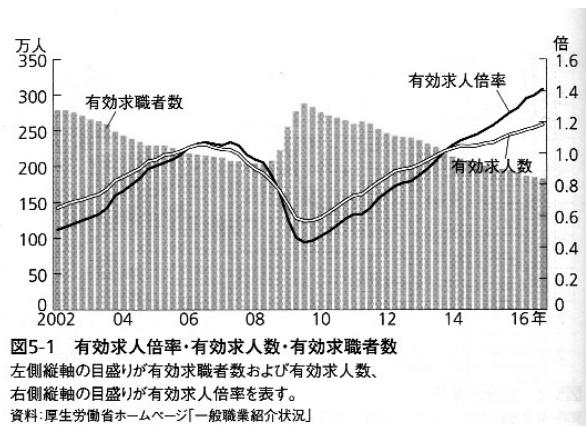
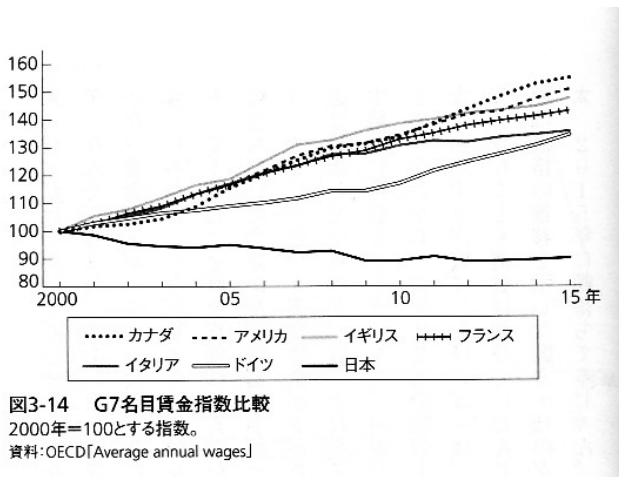
②明石順平『アベノミクスによろしく』（2017年 集英社インターナショナル）

明石氏の本は、ちょうど松尾氏の分析とは反対に安倍政権下での実績を民主党政権下の実績と比較して見劣りすると詳細な分析を駆使して証明している。特に、安倍政権がGDP統計の改ざん（修正）を2011年に実施し、それまでの数値との比較を分かりにくくしたことを詳細に暴露していることは評価できる。現在問題となっている森友文書事件に通じる政権の正体を暴露するものである。

更に、G7各国の名目賃金指数の表を掲げて、欧州の労働市場・商品市場の実態を日本と比べたことも重要である。それは欧州左派の財政ファイナンス政策の提起を日本とそれと直接に比較できないということを示している。日本の労働市場が特異であること、それが失業率の相違となっていることがうかがわれる。ケインズ総需要理論によれば、欧州は高い失業率の下で需要不足が明らかで、財政ファイナンス政策がある程度有効であると思われるが、日本では、大量の非正規雇用による労働市場の歪みにより、ケインズ政策が有効ではないことが示されている。これは明石氏の大きな功績である。

ただ、松尾氏の民主党政権批判はたとえ経済実績において見かけとは異なることが分かったとしても、明石氏も指摘しているように毎日報道される株価指数やメディア操作による世論誘導によって、あたかもアベノミクスが成功しているかのように印象操作されていることは事実であるがゆえに、今だに有効であるかもしれない。

左派が成長理論を提起することを政治技術論的であると捉えるのではなく、成長理論そのものの意味を理解することが必要かもしれない。



③100%準備銀行政策（シカゴプラン）についての追加の知見

1929年の世界恐慌に対する政策提言として、当時のシカゴ大学の経済学者が、何故このような大胆な提言を行い得たのか、という点について疑問であったが、それに関して、ヒントになるような歴史的事実を得ることができた。それは、第一次大戦以後のアメリカの対外貿易・資本収支が金本位制の観点から終始Goldを溜め込んでいたということである。これは通貨学派的な視点であり、後にブレトン=ウッズ体制を構築する際に、ケインズ（銀行学派）と対立した主要な点の一つであったことである。

第二次大戦以後もこの膨大な金の保有を持って基軸通貨国となったが、この国家の金信仰とでも言うイデオロギーは、大恐慌後の金融危機の際の信用創造に対する嫌悪と一致するのではないかと思われる。

参照：松井均『銀行原理と国際通貨システム』2002年 勁草書房